

УДК 339.727.22/.24

**Е.В. Жидкова**

## **ИРО КАК СПОСОБ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ**

*Обосновано проведения ИРО как наиболее эффективного способа привлечения инвестиций в горнодобывающую отрасль для достижения задач, поставленных Энергетической стратегией РФ, составленной на период до 2020 года.*

*Ключевые слова: ИРО (Initial Public Offering) – первичное публичное размещение ценных бумаг; модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия; модель экономической прибыли; дивидендные выплаты угледобывающих предприятий.*

**Г**орнодобывающая отрасль в настоящее время находится в сложных условиях ведения бизнеса. Приватизация шахт проведена, но эффективности производства достигли далеко не все предприятия. Это связано с износом оборудования, с отсталыми технологиями производства, отсутствием квалифицированных кадров, и, несомненно, с пробелами в законодательстве. Но основная причина – отсутствие достаточных инвестиционных ресурсов.

О нехватке привлечённых средств и нерациональном их использовании говорится и в Энергетической стратегии России, составленной на период до 2020 года. Согласно этой стратегии доля угля в структуре потребления первичных топливно-энергетических ресурсов страны будет постепенно увеличиваться и вырастет до 310-330 млн т к 2010 году, и 375-430 млн т к 2020 году. В то же время размер инвестиций в угольную отрасль предполагается в размере 20 млрд долл., что значительно ниже размера средств, которые предполагается привлечь к 2020 году в другие энергосоставляющие сектора [4]. Нехватка инвестиционных ресурсов в угледобычу очевидна.

Одно из наиболее перспективных решений этой проблемы – грамотное проведение ИРО.

**ИРО (Initial Public Offering)** – первичное публичное размещение ценных бумаг, направленное на привлечение инвестиций, а также на повышение имиджа угольных компании. Подготовка и проведение ИРО очень важный этап в жизни компании. Он включает в себя переход юридической формы из закрытого акционерного общества (ЗАО) в открытое акционерное общество (ОАО), привлечение независимых членов в Совет директоров, составление финансовой отчётности по международным стандартам финансовой отчётности (МСФО), обращение в аудиторскую и юридическую компании, PR-компанию и инвестиционный банк, который непосредственно и будет проводить размещение акций на фондовых площадках.

Статистика выхода российских компаний на биржевые торги нашей страны такова: в 2004 году проведено 5 сделок на сумму 619,7 млн долл., в 2005 – 13 сделок, общая выручка от размещения составила 4,5 млрд долл., а в 2006 году уже 23 ИРО, сумма которых 17,743 млрд долл. [3].

В начале 2007 года состоялись два публичных размещения на сумму 16,8 млрд. долларов. Это ОАО Сберегательный Банк России (8,8 млрд долл.) и ОАО Банк ВТБ (8 млрд долл.) [2].

Но Инвесторы, со своей стороны, по мере накопления опыта, повышают требования к компаниям, проводящим листинг. Одними из важнейших и определяющих успех первичного размещения акций требованиями являются:

1. Темп прироста стоимости компании,
2. Размер дивидендов.

В этой связи актуальна работа по осуществлению прироста стоимости компании и оптимизации дивидендных выплат при размещении IPO, причём как на внутреннем, так и на международном рынке.

Для определения стоимости компании и темпов её ежегодного прироста используется несколько моделей. На наш взгляд, наиболее совершенными являются «модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия» и «модель экономической прибыли», предложенные финансистами Т. Коуплендом, Т. Коллером и Дж. Муррином. [1].

Созданию этих моделей послужила идея, сущность которой заключается в том, что ежегодно растущая прибыль компании, которая традиционно являлась индикатором привлекательности для инвесторов, – лишь бухгалтерский показатель, не позволяющий реально оценить положение дел в компании и возможные перспективы её роста. В основе этих моделей лежат следующие показатели: ROIC (Rate on Investment Capital) – рентабельность инвестированного капитала, свободный денежный поток (Free Cash Flow) приведённый по ставке дисконтирования WACC (Weighted Average Cost of Capital - средневзвешенные затраты на капитал) и показатель EP (Economic Profit) – экономическая прибыль, который приравнивает стоимость компании к «величине инвестированного капитала плюс надбавка в размере приведённой стоимости, создаваемой в каждом последующем году» [1].

Модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия опирается на величину WACC – средневзвешенные затраты на капитал, которые принимаются в качестве ставки дисконтирования для свободного денежного потока компании и позволяют потенциальному инвестору оценить минимальную ставку доходности с учётом возможных рисков. Величина WACC получается суммированием взвешенных по вкладу в совокупный капитал компании альтернативных издержек каждого источника капитала (как правило, это издержки на собственный и заёмный капитал). Модель дисконтированного денежного потока рассчитана на значительный период жизни компании, поэтому средневзвешенные затраты принято делить на прогнозные и пост прогнозные.

Таким образом, стоимость компании будет определяться следующим образом:  
$$C = (FCF \cdot WACC)_{\text{прогн период}} + (FCF \cdot WACC)_{\text{пост прогн период}} \quad (1)$$
где C – стоимость компании, FCF – свободный денежный поток, WACC – средневзвешенные затраты на капитал в прогнозном и пост прогнозном периодах.

Модель экономической прибыли не рассчитана на долгий период времени, так как включает в себя показатели, которые невозможно достоверно определить в дальнейшей перспективе. Модель основана на вычислении дополнительной стоимости компании, которая образуется из разницы чистой прибыли и приведённого по ставке WACC инвестированного капитала. Таким образом, этот метод позволяет инвестору определить – создаёт ли компания дополнительный капитал, пользуясь привлечёнными инвестициями.

Величина экономической прибыли (EP) определяется одной из следующих формул:

$$EP = \text{NOPLAT} - WACC \cdot IC \quad (2)$$

**Отношение дивидендов к чистой прибыли**

Наименование предприятия	Отношение выплаченных дивидендов к чистой прибыли, %	
	2005	2006
ОАО СУЭК	2,1	0,41
ОАО УК Кузбассразрезуголь	0	0
ОАО ОУК Южный Кузбасс	0	0
ОАО Распадская	0	<b>53,23</b>

довый рынок шахта «Распадская». Проведённое в ноябре 2006 года первичное размещение 18% уставного капитала акций позволило компании привлечь 316,7 млн долл. Однако, по истечении финансового года, в условиях

или

$$EP = (ROIC - WACC) \cdot IC \quad (3)$$

где EP (Economic Profit) – экономическая прибыль, NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) – чистая прибыль, WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенные затраты на капитал, IC (Invested Capital) – инвестированный капитал, ROIC (Rate on Investment Capital) – прибыль на вложенный капитал.

Тогда стоимость компании будет складываться из суммы инвестированного капитала и приведенной стоимости прогнозируемой экономической прибыли:

$$C = IC + EP \quad (4)$$

При проведении IPO, в условиях необходимости привлечения инвестиционных средств, компании необходимо также решить вопрос о размере дивидендов, позволяющем реализовать намеченную инвестиционную программу развития компании и отвечающую требованиям и доверию инвестора.

Одной из первых среди угольных компаний вышла на российский фон-

довый рынок шахта «Распадская». Проведённое в ноябре 2006 года первичное размещение 18% уставного капитала акций позволило компании привлечь 316,7 млн долл. Однако, по истечении финансового года, в условиях снижения прибыли компании на 16,4%, было принято решение о выплате рекордной суммы дивидендов – около 40 млн долл. [2].

Анализ размера дивидендных выплат другими угольными компаниями показывает, что среди крупнейших из них, только лишь СУЭК направляет небольшую часть чистой прибыли на выплату дивидендов, а остальные компании предпочитают направлять средства на развитие производства (таблица).

Очевидно, что вопрос оптимизации выплачиваемых дивидендов является для угольных компаний актуальным.

Таким образом, при принятии компанией решения о публичном размещении своих акций с целью привлечения дополнительных средств, очень важно проанализировать и грамотно применить модели дисконтированного денежного потока или экономической прибыли, а также сформулировать дивидендную политику, позволяющую привлечь наибольшее количество средств.

**СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. И доп. \ Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 576 с.:ил.
2. [www.ipocongress.ru](http://www.ipocongress.ru)
3. [www.offerings.ru](http://www.offerings.ru)
4. Энергетическая стратегия России на период до 2020 года. [www.minprom.gov.ru](http://www.minprom.gov.ru) **ГИАБ**

**Коротко об авторе**

Жидкова Е.В. – кафедра ФинГП,  
Московский государственный горный университет,  
Moscow State Mining University, Russia, [ud@msmu.ru](mailto:ud@msmu.ru)